2020 年 8 月 9 日

社会服务业

成长的路口：向左走，向右走？

——中美日酒店行业市场空间比较研究

行业深度

◆成长依旧，我国酒店行业天花板远未到来

作为现代酒店发源地，美国酒店业已有近 200 年历史。日本将现代酒店与本土文化结合，形成了具有东方特色的酒店生态。尽管中美日三国酒店业发展起步时点不同，文化属性各异，但却呈现出同样的发展规律。我国现代酒店业发展至今不过 40 年，相比美日而言进入整合优化阶段的时间尚短，产品结构优化和竞争格局改善将成为行业增长的核心驱动力。

◆成长选择：日本模式 VS 美国模式?

经过 20 年高速发展，中国酒店业拥有全球第一的客房规模，但收入规模却远远落后于美国。行业增速放缓的背后，是酒店产品结构与消费者需求之间的矛盾。成本压力下，经济型酒店转型升级已迫在眉睫。美国、日本作为成熟酒店业代表国家，行业集中度却大相径庭。对于亚洲国家而言，现代酒店属于“舶来品”。中国既有深厚传统酒店文化，也已建立了现代酒店管理制度。通过比较，更加坚定了我们对行业连锁化率提升、产品结构升级趋势的判断，规模扩张潜力则存在于二三线城市之中。

◆成长经验：海外并购、自有渠道、会员体系成就全球酒店巨头

经济泡沫让日本错过了海外扩张机遇，中国酒店龙头集团已经拉开了海外并购序幕，相继登陆法国、德国等市场，并通过将高端酒店品牌反输国内，促进国内酒店结构转型升级。面对互联网时代下的 OTA 竞争者，自有渠道与会员体系是酒店集团无形护城河，可喜的是，我国酒店龙头在会员体系建设方面已实现了后来居上。

◆成长边界：当前发展阶段连锁化率与产品结构重于渠道下沉

根据测算，国内客房数量存在 18%增长空间。假设中国酒店业连锁化率达到美国水平，若产品结构维持现状，则国内酒店市场规模可达 13013 亿元；若产品结构与美国相同，国内酒店市场规模可达 16276 亿元。2019 年全国酒店业营业额仅 6564 亿元，**市场规模增长长期仍有 1-1.5 倍空间，且略高于美国酒店业目前的收入规模**（2019 年美国酒店业收入规模 13818 亿元）。

◆投资建议

国内酒店行业天花板远未到来，相比美日而言进入整合优化阶段时间尚短，产品结构优化和连锁化率提升将成为下一阶段增长的核心动力，经我们测算，市场规模长期仍有 1-1.5 倍增长空间。维持行业“买入”评级，推荐锦江酒店、首旅酒店，建议关注华住酒店。

◆风险提示：宏观经济恢复不及预期；连锁品牌扩张进度低于预期；疫情反复风险；商誉减值风险。

证券代码	公司名称	股价（元）	EPS（元）			PE（X）			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
600754	锦江酒店	43.61	1.14	0.50	1.23	38	87	35	增持
600258	首旅酒店	18.43	0.90	0.04	1.00	20	460	18	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 7 日

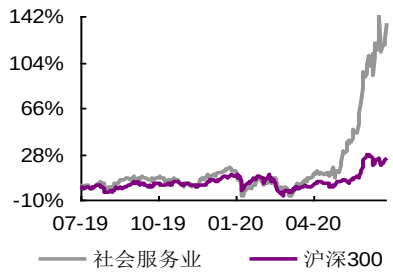
社服：买入（维持）

分析师

菅成广 (执业证书编号：S0930519080002)
021-52523799
jiancg@ebscn.com

唐佳睿 CFA,CPA(Aust.),CAIA,FRM
(执业证书编号：S0930516050001)
021-52523866
tangjiarui@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

加速复苏信号已现，酒店、景区弹性值得关注——旅游行业加速复工事件点评 …… 2020-07-15

“航”观复苏，“数”解连锁——后疫情时代酒店行业研究框架探讨 …… 2020-07-07

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

投资聚焦

研究背景

中国酒店市场规模的天花板有多高？行业增速放缓，竞争格局落定，是否意味着市场正在加速走向饱和，龙头估值面临巨大压力？

“中国酒店连锁化率仅 20%，美国高达 70%，成长空间来自于连锁化带来的市场集中度提升”，这是我们在 2020 年 7 月发布的报告《“航”观复苏，“数”解连锁——后疫情时代酒店行业研究框架探讨》中的解释，但实际上同样作为酒店成熟市场的日本，连锁化率、集中度仅分别为 34%/16%。站在成长的路口，究竟谁才是中国酒店未来的缩影？

本篇报告我们通过中美日三国的比较，从定量的角度测算了国内酒店市场空间及其驱动因素。

创新之处

作为现代酒店发源地，美国酒店业已有近 200 年历史。日本将现代酒店与本土文化结合，形成了具有东方特色的酒店生态。尽管中美日三国酒店业发展起步时点不同，文化属性各异，但却呈现出同样的发展规律。我国现代酒店业发展至今不过 40 年，海外比较是判断传统行业发展趋势的有效工具。

成长烦恼：经过 20 年高速发展，中国酒店业拥有全球第一的客房规模，但收入规模却远远落后于美国。行业增速放缓的背后，是酒店产品结构与消费者需求之间的矛盾。成本压力下，经济型酒店转型升级已迫在眉睫。

成长选择：美国、日本作为成熟酒店业的代表国家，行业集中度却大相径庭。对于亚洲国家而言，现代酒店属于“舶来品”。中国既有深厚传统酒店文化，也建立了现代酒店管理制度。通过比较，更加坚定了我们对行业连锁化率提升、产品结构升级趋势的判断，规模扩张潜力则存在于二三线城市之中。

成长经验：经济泡沫让日本错过了海外扩张机遇，中国酒店龙头集团已经拉开了海外并购序幕，相继登陆法国、德国等市场，并通过将高端酒店品牌反输国内，促进国内酒店结构转型升级。面对互联网时代下的 OTA 竞争者，自有渠道与会员体系是酒店集团无形护城河，可喜的是，我国酒店龙头在会员体系建设上已实现了后来居上。

成长边界：根据测算国内客房数量存在 18%的增长空间。假设中国酒店业连锁化率达到美国水平，若产品结构维持现状，则国内酒店市场规模可达 13013 亿元；若产品结构与美国相同，国内酒店市场规模可达 16276 亿元。2019 年全国酒店业营业额仅 6564 亿元，市场规模增长长期仍有 1-1.5 倍空间，且略高于美国酒店业目前的收入规模（2019 年美国酒店业收入规模为 13818 亿元）。

投资观点

国内酒店行业天花板远未到来，相比美日而言进入整合优化阶段的时间尚短，产品结构优化和连锁化率提升将成为下一阶段增长的核心动力，经我们测算，市场规模长期仍有 1-1.5 倍空间。维持行业“买入”评级，推荐锦江酒店、首旅酒店，建议关注华住酒店。

目 录

1、 成长依旧，我国酒店行业天花板远未到来.....4
1.1、 中美日现代酒店史：起点各异，殊途同归.....4
1.2、 酒店行业驱动力由“量”到“质”转变.....6
2、 成长烦恼： 结构性过剩与成本压力.....6
2.1、 困境一：我国酒店行业增量不增收.....7
2.2、 困境二：以低价换市场的发展方式面临成本压力.....7
3、 成长选择：日本模式 VS 美国模式？.....10
3.1、 日本酒店文化与我国迥异.....10
3.2、 我国酒店产业整合借鉴了美国经验.....13
3.3、 对比美日，我国连锁酒店的中高端产品占比极低.....16
3.4、 中美酒店空间分布与地区 GDP 呈高度正相关.....18
4、 成长经验：美日酒店发展给我国的启示.....20
4.1、 经济泡沫导致日本错失海外酒店布局良机.....20
4.2、 自有渠道、会员体系可以有效对冲 OTA 分流.....21
5、 成长边界：连锁化率与产品结构重于渠道下沉.....23
5.1、 酒店客房规模尚有 18%增长空间.....23
5.2、 国内酒店市场规模仍有 1-1.5 倍空间.....25
6、 投资建议.....27
6.1、 三足鼎立，全品牌矩阵.....27
6.2、 透过数据看酒店集团竞争优势与潜能.....28
6.3、 锦江酒店（600754.SH）.....31
6.4、 首旅酒店（600258.SH）.....31
7、 风险分析.....32

1、成长依旧，我国酒店行业天花板远未到来

作为现代酒店发源地，美国酒店业已有近 200 年历史。日本将现代酒店与本土文化结合，形成了具有东方特色的酒店生态。尽管中美日三国酒店业发展起步时点不同，文化属性各异，但却呈现出同样的发展规律。我国现代酒店业发展至今不过 40 年，相比美日而言进入整合优化阶段的时间尚短，产品结构优化和竞争格局改善将成为行业增长的核心驱动力。

1.1、中美日现代酒店史：起点各异，殊途同归

经济活动与交通网络是酒店业发展的核心要素。现代酒店业发源于美国，1908 年埃尔斯沃思·密尔顿·斯塔特勒在美国纽约州建造了第一家商业酒店，将酒店从贵族社交场所变为向商旅大众提供住宿等服务企业。虽然起步时间各异，但中美日三国现代酒店业呈现出同样的发展规律，至今都已经历了三个阶段：初步发展期-快速扩张期-整合优化期。

图 1：中美日现代酒店发展时间轴

资料来源：光大证券研究所绘制

1.1.1、初步发展期

美国：始于 19 世纪 20 年代，其中可以分为两个时期：1）豪华饭店时期（1820s）：工业革命技术进步带来古代客栈向现代酒店业转型，设施和服务都取得巨大进步，酒店专门服务于贵族名流；2）标准化酒店时期（1900s）：交通革命使中产阶层

流动性增加，酒店消费向平民化过渡。随着社会人口结构和出行方式变化，标准化酒店应运而生，为之后的快速扩张奠定基础

日本：始于 19 世纪 60 年代，黑船事件后日本被迫打开国门，与欧美进行贸易往来。商贸活动吸引了许多外国人到访，于是日本兴建第一批豪华酒店以接待外国人。

中国：改革开放以后开始初步发展。起初为了促进入境旅游和对外贸易，酒店主要以接待外宾为主，因此又被称为“旅游涉外饭店”。由于缺少管理经验，我国先引进中外合资、合作饭店，随后再发展本土酒店管理公司。同时期国家批准了《旅游涉外酒店星级评定标准》，实施对酒店业的管理，以缓解旅游者和酒店之间的信息不对等。

1.1.2、快速扩张期

美国： 20 世纪 50 年代，战后经济高速发展、劳动生产率提高，社会大众休闲时间增多。同时交通技术再次进步，飞机从军用转为民用，城际道路网络逐步完善。传统旅行方式逐渐被汽车和飞机所取代，美国迎来“大众旅游”时代，旅游者的出行范围也更加广阔。汽车旅馆和中档酒店先后出现，在标准化基础之上，创新性地引入特许经营模式，实现大规模快速连锁扩张。

日本：20 世纪 60、70 年代东京奥运会和大阪世博会的召开为日本酒店业增长提供了强大动力。国际盛会带动了新干线、国内航线和高速公路网投资，为了接待外国来宾和国内游客，日本国内掀起了酒店建设高潮。但在 80 年经济泡沫时期，大规模公共事业投资和地产投机刺激酒店业非正常发展，为之后的行业过剩埋下隐患。

中国：2000 年以后中国酒店业开始快速扩张。类似于 50 年代的美国、60 年代的日本，我国加入 WTO 后经济增速上行、基建投资加大、人均收入提升，催生了如家、汉庭等一批经济型品牌连锁酒店。酒店进入大规模扩张阶段，除了传统星级评定外，品牌重要性逐步提升成为重要品质背书指标。

1.1.3、整合优化期

美国：20 世纪 80 年代美国国内市场逐渐饱和，酒店进入存量整合、结构升级阶段。美国酒店业一方面注重“质”，通过收益管理、流程再造、品牌延申等新战略全面提升酒店品质；另一方面，在美国房地产投资信托基金（REITs）等金融工具帮助下，通过契约协议（如特许经营、委托管理）或直接投资（如合资、收购）等方式提升行业集中度、开启全球扩张。如今美国酒店业已经成熟，规模基本稳定，但 Airbnb 等新商业模式的诞生也给传统酒店业带来了挑战。

日本：泡沫经济崩溃后日本酒店业陷入十年停滞期。在低欲望社会的时代背景下，日本人更倾向于节俭简约消费习惯。90 年代末，有限服务型酒店

在日本发展起来，此后日本酒店业呈两级分化趋势，一边是泡沫经济及之前时代留下的豪华酒店，另一边则是仅提供住宿和早餐的有限服务型酒店。

中国：经历十几年快速扩张之后迈入整合优化阶段。2015 年前后一线城市酒店市场逐步饱和。在“消费升级”和“八项规定”背景下，中端酒店市场成为主要发力点。酒店集团之间收购迭起，市场集中度大幅提升，行业龙头地位基本稳定。

1.2、酒店行业驱动力由“量”到“质”转变

纵观历史可以发现，驱动酒店业发展的因素包括：**1）经济因素**：经济繁荣带来居民收入水平日益提高；**2）时间因素**：休假制度完善刺激大众旅游出现；**3）交通因素**：以铁路、航空公路为主的交通设施拓展了居民的出行范围；**4）管理因素**：特许经营等创新模式的出现使得酒店大规模扩充成为可能；**5）资本因素**：REITs 为代表的资本力量推动酒店业兼并重组、结构升级。其中，经济、时间、交通因素影响消费者需求，而管理、资本因素推动酒店规模扩张，结构转型。

从**规模**上看，酒店业紧跟经济发展、交通进步、大众旅游时代步伐实现扩张。建设标准化产品和利用契约协议（如特许经营、委托管理等）经营方式是酒店业实现大规模快速扩张的基本条件。

从**产品结构**上看，酒店业的发展经历了“由奢入俭”、“由俭再入奢”两阶段。在第一阶段，酒店从奢侈品降为大众消费品，只用于接待外宾或社会名流的豪华酒店让位于针对普罗大众的有限服务型酒店。在第二阶段，随着国民收入的进一步提高，酒店业“由俭再入奢”，经济型酒店追求转型升级，中高端酒店成为发展重点。

从**市场结构**上看，酒店业市场集中度逐步提升，这一点在中美酒店业尤其明显。一方面，特许经营、委托管理等经营模式的引入有利于酒店连锁扩张，提高了酒店的连锁化率；另一方面，酒店集团通过收购和实行多品牌战略，既完善旗下酒店产品的结构，也提高了酒店业市场集中度。

目前三国酒店业都走过大规模快速扩张阶段，进入产业结构优化阶段。美国酒店业作为一个拥有 200 年历史的行业，市场规模经过十几年稳定、低速增长接近饱和，已进入行业成熟期。日本酒店业同样历史悠久，虽然市场集中度有限，但长期处于相对稳定的发展状态。中国酒店业发展不过 40 年，相比美日，中国酒店业进入整合优化阶段时间尚短，距离行业成熟还有较大空间。近年来随着新开店增速放缓，产品结构优化和竞争格局改善将成为行业增长的核心驱动力。

2、成长烦恼： 结构性过剩与成本压力

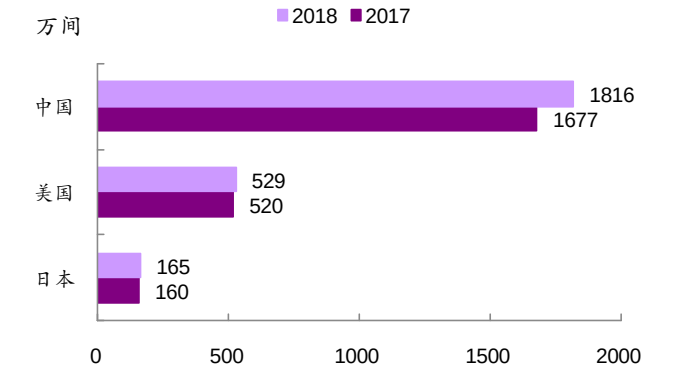
经过 20 年高速发展，中国酒店业拥有全球第一的客房规模，但收入规模却远远落后于美国。行业增速放缓的背后，是酒店产品结构与消费者需求之间的矛盾。成本压力下，经济型酒店转型升级已迫在眉睫。

2.1、困境一：我国酒店行业增量不增收

截至 2018 年末，中国、美国、日本住宿业客房数分别为 1816/529/165 万间，同比增长 8.3%/1.7%/3.1%。中国广袤的国土面积和巨大的人口基础，放大了商旅活动的酒店消费需求，不论是客房绝对数量还是同比增速都远超美日。

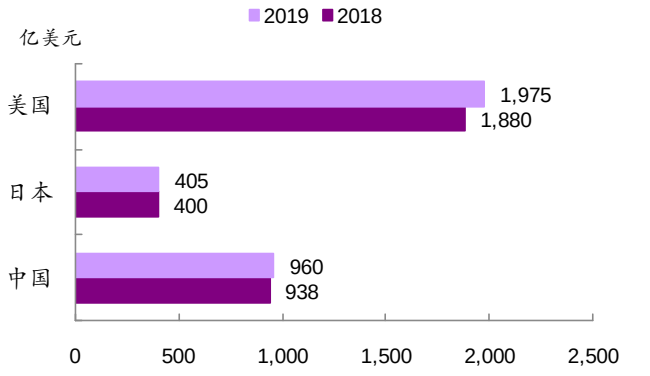
然而我国酒店规模优势在当下并没有有效转化为经营成果，2018 年中、美、日酒店业收入分别为 938/1880/400 亿美元。美国客房数量不到中国 1/3，但收入却是中国的 2 倍。

图 2：中国酒店规模远超美日



资料来源：盈碟咨询，日本厚生劳动省，Statista，光大证券研究所

图 3：中国酒店营收仅为美国 1/2

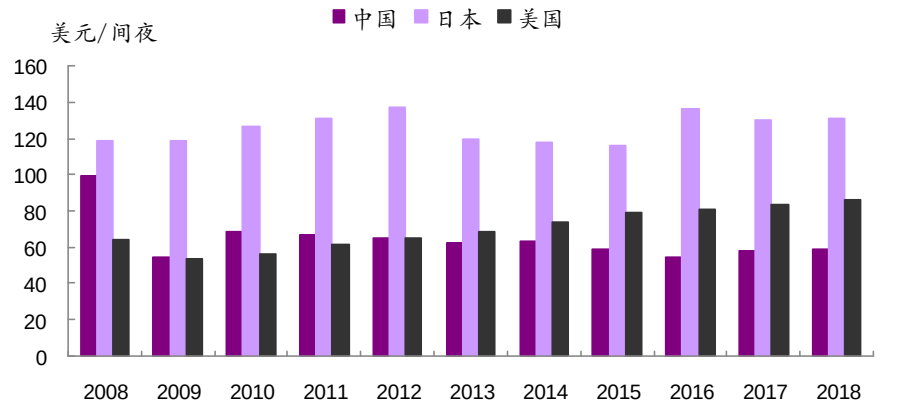


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

2.2、困境二：以低价换市场的发展方式面临成本压力

2018 年中、美、日酒店 RevPAR 分别为 59/86/130 美元/间夜，平均房价低是导致中国落后美日的主要原因。2008-2018 年日本酒店 RevPAR 基本保持稳定；美国酒店 RevPAR 除受 08 年金融危机影响出现短暂下跌外始终保持增长，增幅逐年缩小；而中国酒店 RevPAR 却始终处于较低水平。

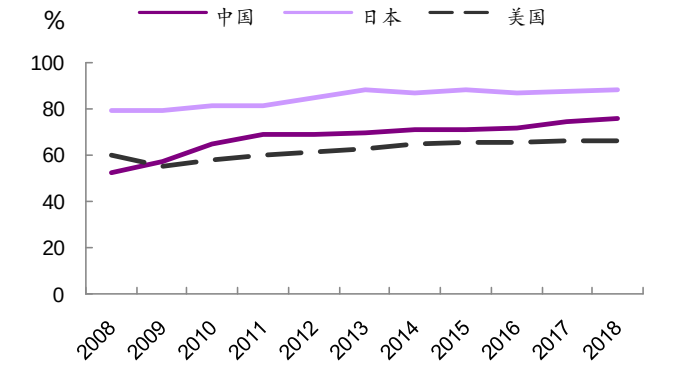
图 4：中国酒店 RevPar 低于美日



资料来源：STR，光大证券研究所

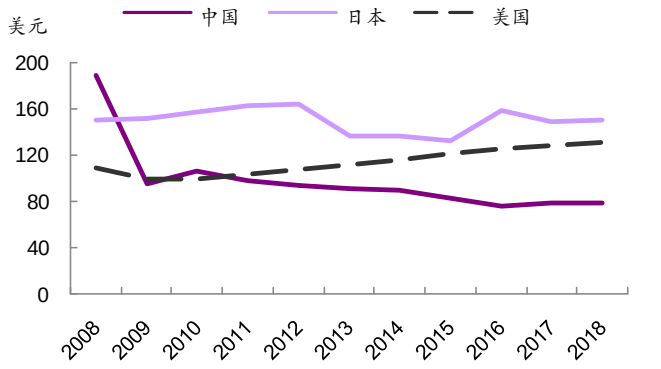
日本酒店的出租率和平均房价始终处于较高水平，美国酒店的出租率和平均房价自金融危机后持续回升，而中国酒店虽然出租率基本保持上升趋势，但平均房价却呈现下降趋势，且于 2009 年一度出现大幅下降，经济型酒店占比提升是拉低行业均价的主要原因。

图 5：中美日酒店出租率稳步提升



资料来源：STR，光大证券研究所

图 6：中国酒店平均房价持续下降

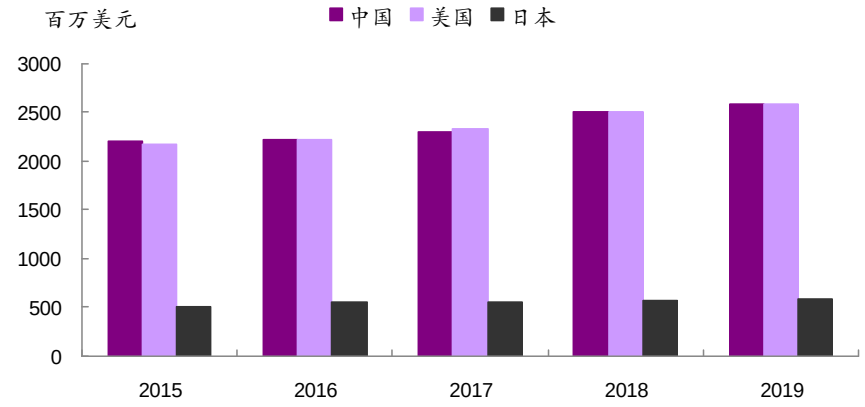


资料来源：STR，光大证券研究所

交通消费支出包括市内交通与城际交通，通常后者单趟出行费用较高且由于距离较远容易产生住宿需求。该指标可以反映居民出行对酒店需求的影响。2016-2019 年日本交通消费额增长率为 8.6%/0.4%/3.8%/1.8%。在需求不断扩大背景之下，日本酒店业供给稳步增加，使其出租率、平均房价维持在一个较高的水平。同期美国交通消费额增长率为 1.8%/4.8%/7.9%/2.9%，而 2018-2019 年美国酒店客房数供给增幅为 1.7%/2.1%，需求增速高于供给增速，使得美国酒店业 OCC、ADR、RevPAR 节节攀升。

从交通消费总量来看，中美规模相当，作为成熟市场的美国对中国酒店规模具有参考意义。中国交通业营业额 2018/2019 年增长率为 8.9%/3.0%，同期中国酒店客房数供给增幅为 8.3%/4.1%。和需求增速相比，中国酒店业供给增速过快，供给量激增导致行业普遍降价以换取出租率。

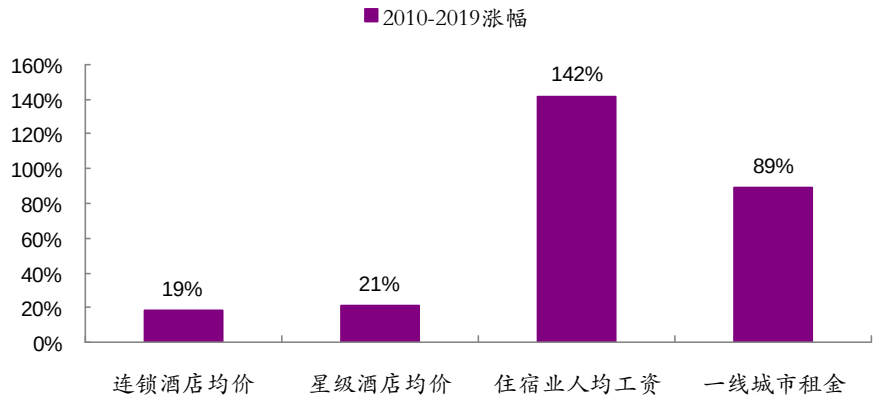
图 7：中美交通消费总量相当



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所（注：统计口径为营业额）

酒店物业租赁合同通常是 10/15 年一签，根据双方合意租金每 3-5 年调增若干百分点。从经济型加盟店模型可以看出，在租金成本上涨 45%（平均每年上涨 4.5%）假设下，净利润率由 12%下降至 0%。若要维持原有利润率水平，日平均房价（ADR）至少提升 25%以上水平。值得注意的是，在模型中我们仅考虑了租金成本要素，并没有纳入人工、水电、物耗等成本变动，因此实际房价调整幅度应当更大。

图 8：酒店高增长期后，人工、租金压力逐步显现



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 1：租金上涨 45%后经济型酒店净利润率为 0%

	经济型加盟店	租金上涨 45%
房间数(间)	100	100
总面积-含工区(平米)	4000	4000
初始投资额(万元/间)	6	6
首次特许加盟费(万元)	30	30
总投资额(万元)	630	630
出租率	85%	85%
房价(元/间晚)	190	190
RevPAR(元/天)	162	162
客房收入(万元)	589.5	589.5
固定成本(万元)	343.0	435.0
其中:年租金(万元)	204.4	296.4
人工成本(万元)	75.6	75.6
折旧摊销(万元)	63.0	63.0
变动成本(万元)	85.5	85.5
其中:能耗(万元)	32.4	32.4
布草等消耗品(万元)	53.1	53.1
总成本(万元)	428.5	520.5
费用总计（万元）	67.8	67.8
其中：持续特许加盟费(万元)	29.5	29.5
PMS 系统费(万元)	0.5	0.5
财务监管咨询费(万元)	1.0	1.0
酒店经理费用(万元)	19.2	19.2
中央预订费用(万元)	17.7	17.7
EBITDA(万元)	156.2	64.2

税前利润	93.2	1.2
所得税费用	23.3	0.3
净利润	69.9	0.9
净利润率	12%	0%
运营现金流	132.9	63.9
投资收益率	21.1%	10.1%
投资回收期（年）	4.7	9.9

资料来源：光大证券研究所（注：根据锦江、华住、首旅经营数据综合测算）

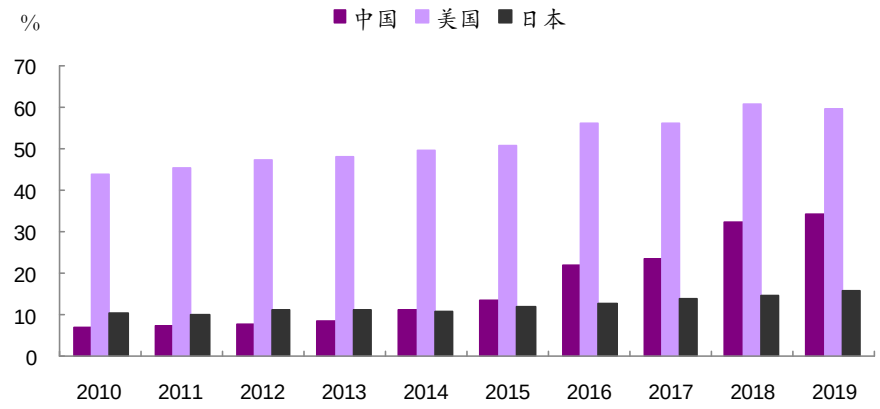
3、成长选择：日本模式 VS 美国模式?

美国、日本作为成熟酒店业代表国家，行业集中度却大相径庭。对于亚洲国家而言，现代酒店属于“舶来品”。中国既有深厚传统酒店文化，也建立了现代酒店管理制度。通过比较，更加坚定了我们对行业连锁化率提升、产品结构升级趋势的判断，规模扩张潜力则存在于二三线城市之中。

3.1、日本酒店文化与我国迥异

日本住宿行业市场 2019 年 CR15 集中度仅 16%，且较上年增幅微弱。中国增速最快，平均每年提升 2-4 个百分点。截至 2019 年末，中国住宿行业 CR15 为 35%，与美国 60%的市场集中度仍有不小的差距。

图 9：中美日 CR15 集中度



资料来源：：Euromonitor，光大证券研究所（注：统计口径为营业额）

特殊的住宿产品结构导致日本市场集中度较低。根据日本观光厅的分类标准，日本住宿设施可以旅馆、酒店、简易宿所、团体宿所四大类，其中酒店又可以分为度假酒店、商务酒店、城市酒店三类。

- **旅馆**：以日式结构及设备为主的住宿设施
- **酒店**：提供西式结构及设备设施的住宿设施
  - ✧ 度假酒店：酒店建设在旅游地和疗养地，主要以游客为对象
  - ✧ 商务酒店：主要以出差商务人士为对象
  - ✧ 城市酒店：除度假酒店、商务酒店以外都市地区的住宿设施

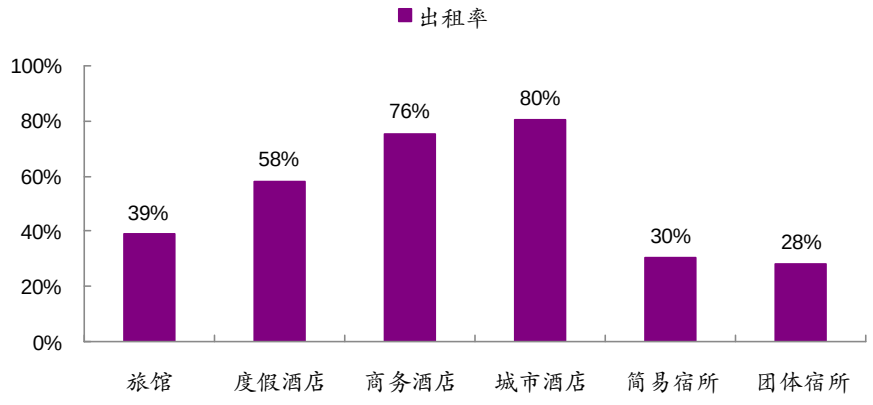
- **简易宿所**：以多数人公用的构造及设备为主的设施，包括胶囊旅馆、民宿等
- **团体宿所**：公司、团体的所属人员等特定人员住宿的营业场所，如会员住宿处、共济组合住宿处、青年招待所等

图 10：日本住宿业类型

资料来源：去哪儿，携程网

按酒店数计算，旅馆、简易宿所分别占日本所有住宿设施规模的30%/45.5%，而酒店仅占21%。尤其在著名旅游城市如冲绳、京都，日式传统风情的旅馆和以民宿为代表的简易宿所在数量上远超酒店，但是旅馆、简易宿所出租率较低。

图 11：日本不同住宿产品入住率（2019）



资料来源：日本观光厅，光大证券研究所

日式旅馆、民宿、胶囊旅馆等其他住宿设施虽然规模有限，但是对酒店起到了显著的分流作用，尤其是日式旅馆不仅承担着住宿业的使命，同时也是日本文化的载体。作为世界上最古老的旅馆之一，日式旅馆有其历史传统，

已成为“第四消费社会”之下日本意识崛起的一个出口。日式旅馆代表着日本传统文化，是日本的骄傲之一。它主要继承了代代相传的家族经营模式，市场集中程度低。比如日本著名的传统日式旅馆俵屋、柊家，成立于1710/1818 年，至今已经分别传承了 11/6 代人。

表 2：2019 年日本不同类型住宿设施酒店数占比（单位：家）

	旅馆	度假酒店	商务酒店	城市酒店	简易宿所	团体宿所
北海道	880	170	480	90	860	70
青森県	290	10	90	20	90	20
岩手県	430	50	80	20	110	0
宮城県	270	20	180	20	210	0
秋田県	300	10	50	10	170	0
山形県	360	50	130	20	280	30
福島県	720	50	210	10	760	40
茨城県	240	0	210	10	140	20
栃木県	480	90	140	10	450	80
群馬県	580	50	70	10	280	10
埼玉県	30	10	140	10	160	0
千葉県	340	130	230	70	800	60
東京都	470	20	890	170	970	40
神奈川県	360	110	250	50	500	340
新潟県	1,150	80	170	10	440	20
富山県	180	30	70	10	120	10
石川県	270	20	110	20	390	10
福井県	430	20	90	10	280	-
山梨県	490	110	50	10	760	70
長野県	1,550	210	150	20	1,920	220
岐阜県	430	70	80	10	480	10
静岡県	880	300	310	20	760	170
愛知県	380	20	350	60	130	10
三重県	370	70	160	10	390	140
滋賀県	130	30	90	20	260	50
京都府	630	50	250	110	3,260	20
大阪府	210	10	610	90	470	10
兵庫県	790	70	130	30	420	80
奈良県	210	0	30	20	230	20
和歌山県	280	60	80	0	330	10
鳥取県	120	10	90	10	320	10
島根県	230	10	70	10	270	0
岡山県	250	60	90	30	320	10
広島県	140	30	220	30	450	40
山口県	280	10	80	10	60	0
徳島県	220	10	100	10	210	0
香川県	50	20	60	10	440	0
愛媛県	130	0	170	10	350	10
高知県	130	20	80	10	440	-
福岡県	330	40	310	70	350	60
佐賀県	110	10	30	10	150	20

長崎県	220	40	130	20	1,270	0
熊本県	390	30	150	10	460	40
大分県	450	40	110	0	560	90
宮崎県	100	10	90	0	360	0
鹿児島県	340	110	150	20	1,020	10
沖縄県	200	300	450	230	3,320	40
总计	17,820	2,670	8,260	1,460	26,770	1,890
占比	**30.2%**	**4.5%**	**14.0%**	**2.5%**	**45.4%**	**3.2%**

资料来源：日本观光厅，光大证券研究所

3.2、我国酒店产业整合借鉴了美国经验

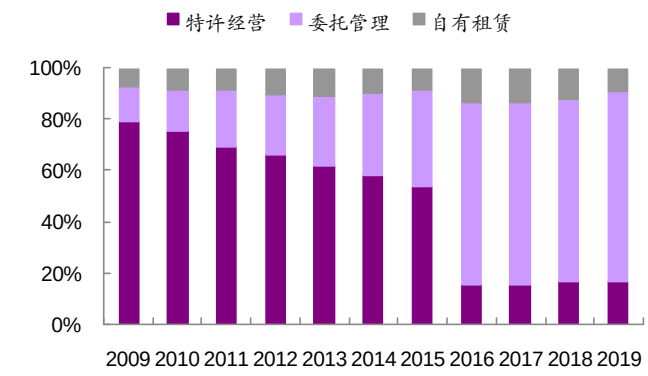
连锁化扩张提升中美酒店业市场集中度。2019 年中国酒店连锁化率为 26%，而美国酒店连锁化率达到 70%。轻资产运营模式、多品牌战略、房地产投资信托基金助力酒店集团实现连锁化扩张。

1）轻资产运营模式

对酒店管理集团而言，轻资产模式是实现连锁化扩张的主要模式。连锁酒店的经营模式分为重资产模式和轻资产模式，即直营模式和加盟模式。直营模式指酒店集团自持或租赁物业，使用集团旗下品牌自行经营管理的模式。目前绝大多数酒店集团的经营物业来自于租赁。加盟模式又可以分为特许经营和委托管理两类。两者都可以使用酒店集团的品牌、标识、广告推销、预定网络等，区别主要在于是否由酒店管理集团派驻管理人员替业主方经营酒店。

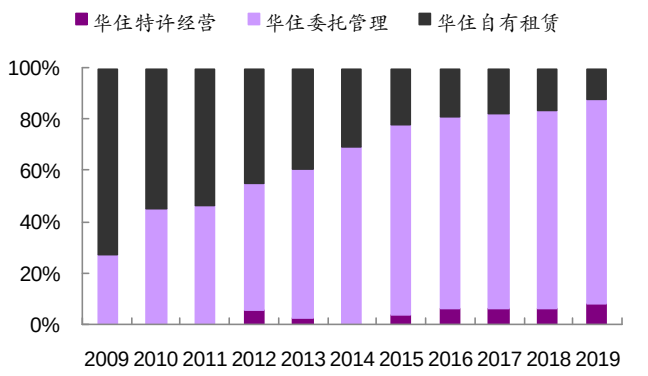
在美国，追求轻资产策略已经不是酒店业的一个新趋势，主要酒店集团都已摆脱传统自有物业经营模式，实现向加盟模式的转变。2008 年金融危机以后，希尔顿、凯悦、洲际、万豪等酒店集团以特许经营或委托管理方式运营的酒店数比例高达 85%以上。而对于中国酒店而言，轻资产化经营仍是酒店业发展新趋势。以华住为例，2009 年华住集团的加盟率只有 27%，经过最近十年的发展，酒店加盟率增长至 88%，基本接近美国酒店集团发展水平。

图 12：2019 年美国酒店集团平均加盟率为 91%



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 13：2019 年华住加盟率为 88%



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

轻资产模式不需要酒店集团投入大量初始资本，更有利于集团实现快速扩张。同样以华住为例，通过采用轻资产模式，华住酒店规模在 2009 年至 2019 年之间快速扩大，酒店数、客房数的年均复合增速分别达 37%、34%，远超行业平均水平。到 2019 年，华住拥有酒店 5618 家、客房 53 万间，从酒店家数上看占据中国酒店市场 10%的份额。

2）多品牌战略

为了满足不同群体的需求，中美酒店集团常采用多品牌战略布局不同细分市场，从而巩固优势、争夺份额。美国经典豪华酒店集团代表如万豪在收购喜达屋后旗下品牌数达到 30 个，除在拥有传统优势的奢华、高端酒店市场布局外，也涉足中端酒店市场，至今布局 8 个品牌。高端连锁酒店代表温德姆则共拥有 19 个品牌，除 5 个经济型品牌、6 个中端品牌外，也新进入高端和奢华酒店市场，分别布局了 6 个和 1 个品牌。

中国豪华酒店市场多被万豪、希尔顿等国际酒店集团占据，国内酒店的多品牌战略主要涉及经济型和中高端酒店，尤其主打中端酒店品牌。目前，锦江、华住、首旅旗下共有 48/21/24 个品牌，中端酒店品牌则分别有 27/9/12 个，占据总品牌数的 56%/43%/50%。

日本酒店则更多专注于自己熟悉的领域，品牌少，起步晚。以日本知名的酒店集团大仓、星野、超级为例，旗下分别拥有 3/5/1 个品牌。大仓和星野凭借豪华饭店起家，至今品牌也仅布局于豪华和高端市场。相反，超级酒店作为中端连锁酒店品牌，专攻中端酒店市场，1989 年至今没有创建新品牌拓展市场。每个酒店集团专注于自己的细分领域也使得日本酒店的市场集中度较低。

表 3：中美日主要酒店集团品牌分布（个）

	酒店	高端及豪华	中端	经济	合计
美国	万豪	18	11	0	29
	温德姆	7	6	5	18
中国	锦江	9	27	12	48
	华住	7	9	5	21
	首旅	6	12	6	24
日本	大仓	3	0	0	3
	星野	4	1	0	5
	超级	0	1	0	1

资料来源：各家酒店集团官网，公司公告，光大证券研究所（注：截至 2020 年 7 月）

3）房地产投资信托基金（REITs）

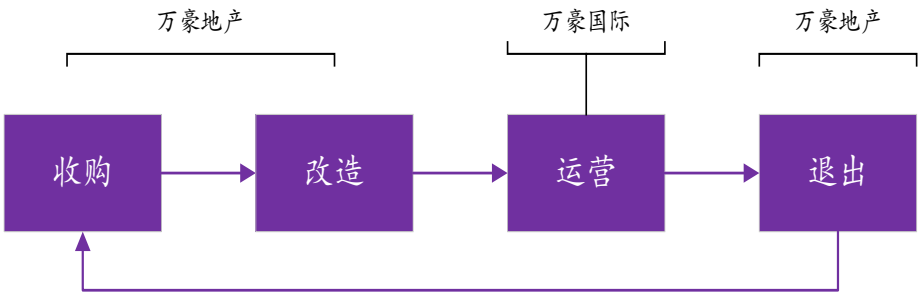
自 1960 年美国 REITs 诞生以来，美国市场 REITs 发展成熟，并涉及寄宿类领域。REITs 在汇集投资者资金后，由专门投资机构进行酒店物业投资，并交给酒店管理公司经营管理，投资综合收益 90%以上分配给投资者。为保证收益率，REITs 会选择与著名酒店集团合作，选择其连锁酒店品牌和酒店管理团队。以苹果酒店房地产投资信托公司（Apple Hospitality REIT，APLE）为例，该公司投资组合中包括 104 家万豪品牌酒店、126 家希尔顿品牌酒店、

1 家凯悦品牌酒店，仅 2 家独立酒店。客观上，REITs 促进了酒店集团的连锁扩张。

酒店集团也会自建 REITs。万豪发展为全球最大的酒店集团，核心就是采取了 REITs 模式。1993 年，万豪将其业务拆分为两块：万豪地产和万豪国际，所有自持酒店资产剥离给万豪地产 REITs，并进行资产证券化。万豪国际则保留酒店管理和经营业务。业务拆分后，分别采用重资产和轻资产模式的万豪地产和万豪国际产生了 1+1>2 的效果，两者构造了一个良好的循环体系。

首先，万豪地产通过收购物业，持有资产；其次，对物业进行改造翻新、提升资产价值；第三，引入万豪国际进行资产运营，打造品牌价值；最后，将不良资产或不符合公司战略发展的物业出售，获得资金用以下一轮资产收购。万豪地产和万豪国际存在紧密的合作关系，一方面，REITs 盘活资产，新建或改建酒店后与管理公司签订特许经营或委托管理协议，促进品牌扩张；另一方面，酒店管理公司带来稳定的现金流，有利于 REITs 以后收购更优质的资产。

图 14：万豪采取房地产投资信托模式，轻重资产并行



资料来源：光大证券研究所

从轻资产运营模式、多品牌战略等方面可以发现，中国酒店业发展路径与美国有极大相似性，中国酒店加盟率、多品牌布局方向都在向美国靠近。2020 年 4 月，中国公募 REITs 正式开始试点。虽然此次试点仅限于基础设施项目作为底层资产，并不包括房地产、酒店类业务，但也为中国发展其他类型 REITs 打下基础，酒店集团存在向万豪房地产投资信托模式转型的可能。

酒店业收购迭起，市场集中度快速提升。美国酒店业自 90 年代开始就出现收购潮。2010 年后，中国酒店业也收购迭起。通过收购，酒店集团规模快速扩大。2015 年，首旅以 110 亿收购如家，获得如家 2922 家正运营酒店、170 家新开业酒店和 336 家正筹建酒店。而在此之前，2014 年末首旅仅有 166 家酒店。同年锦江收购铂涛后一跃成为国内第一大酒店集团。收购作为酒店集团实现多品牌战略的主要手段之一，有利于更快速地进行品牌布局，使集中度得到快速提升。

表 4：2010 年后酒店业著名收购案

时间	国家	主体	收购对象
2010	日本	大仓酒店	日航酒店
2011	中国	首旅酒店	莫泰酒店

2015	中国	锦江酒店	法国卢浮酒店
2015	中国	锦江酒店	铂涛酒店集团
2016	中国	锦江酒店	维也纳酒店
2016	中国	首旅酒店	如家酒店集团
2016	美国	万豪酒店	喜达屋酒店集团
2017	中国	华住酒店	桔子酒店
2017	日本	王子酒店	澳大利亚 SWHG 旗下酒店业务
2019	中国	华住酒店	德意志酒店集团

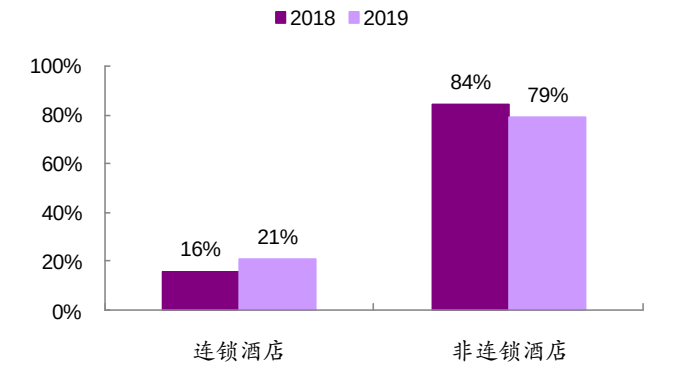
资料来源：品橙旅游，公司公告，光大证券研究所

3.3、对比美日，我国连锁酒店的中高端产品占比极低

我国大部分酒店类住宿设施都属于低端设施。从档次分布来看，2019 年经济型酒店、中档酒店、高档酒店、豪华酒店 85%/ 9%/5%/1%，基本维持 2018 年结构占比。而日本的经济型酒店主要以简易宿所和团体宿所形式出现，2018 年占日本总住宿设施数的 44%。即使和日本相比，中国酒店的档次仍有很大的提升空间。

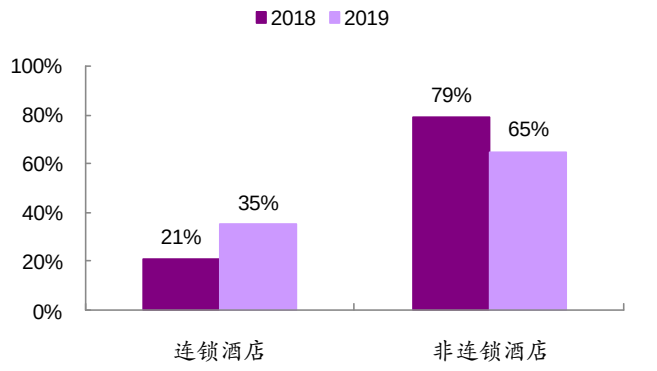
连锁酒店集团最有机会进行酒店结构升级。2019 年我国中端、豪华型酒店连锁化率提升显著，基数最大的经济型酒店连锁化率依然处于较低水平。高档次酒店要求更高的固定成本投入和更成熟的管理能力，这有利于连锁酒店集团发挥规模优势和品牌溢价，构筑护城河，提高市场进入壁垒。在豪华酒店市场基本被国际酒店巨头占据的情况之下，靠经济型酒店起家的中国连锁酒店集团在中高端酒店中有更大的发展机会。

图 15：中国经济型酒店连锁化率



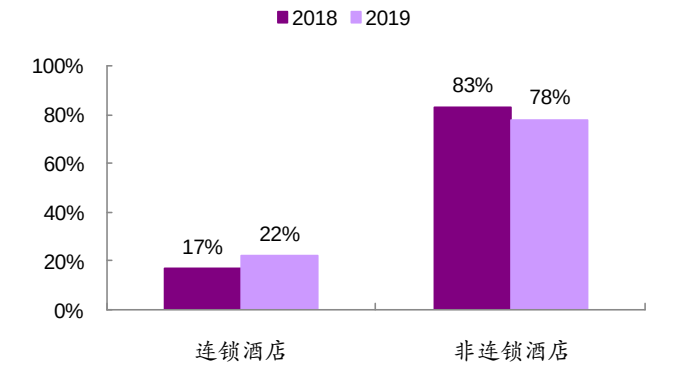
资料来源：盈蝶咨询，光大证券研究所

图 16：中国中端酒店连锁化率



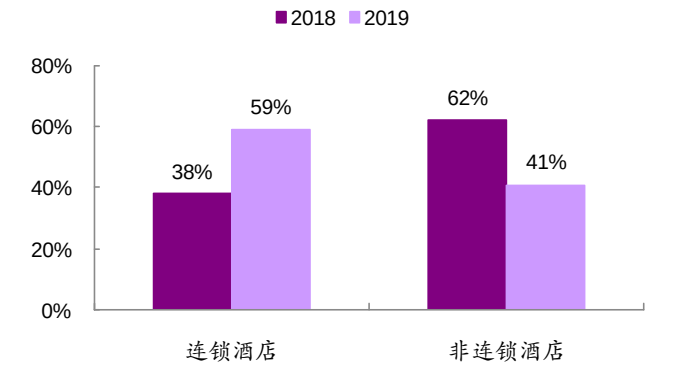
资料来源：盈蝶咨询，光大证券研究所

图 17：中国高端酒店连锁化率



资料来源：盈蝶咨询，光大证券研究所

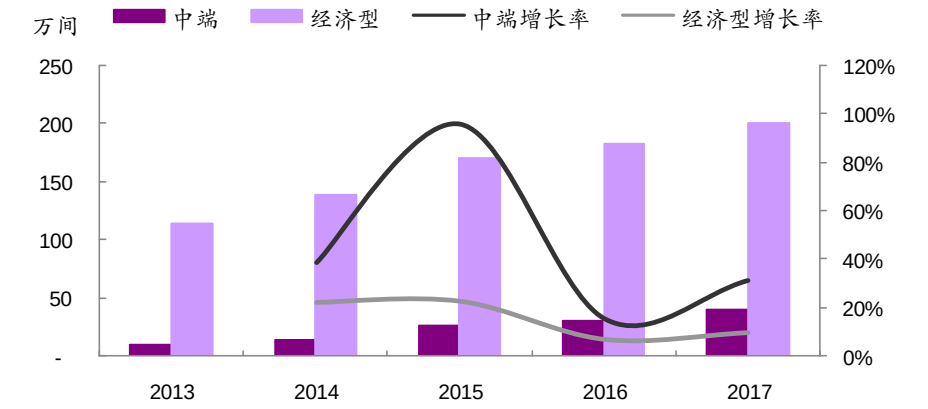
图 18：中国豪华酒店连锁化率



资料来源：盈蝶咨询，光大证券研究所

对中国连锁酒店集团来说，推动旗下经济型酒店结构升级、提高中高端酒店占比是大势所趋。随着中国中产阶层的崛起，人均可自由支配收入的提高，市场整体迎来消费升级，对中端酒店的需求越来越高。中国连锁中端酒店正处于迅猛发展阶段。2013 -2017 年，中端连锁酒店客房数年均复合增长率达 42%，高于同期经济型连锁酒店客房增速，中端酒店占比从 8%上升到 17%

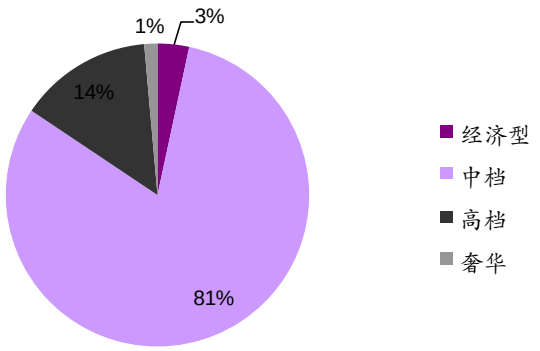
图 19：2013-17 年中国中端连锁酒店规模迅猛增长



资料来源：盈蝶咨询，光大证券研究所

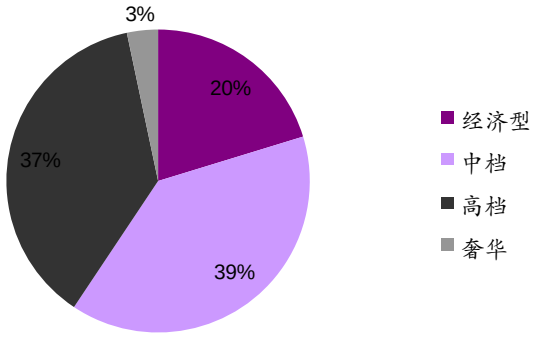
但相比美日，中国连锁酒店的中高端酒店占比仍较低。根据 2018 年华住、锦江、首旅酒店公司公告，三大集团的中高端酒店占比分别为 32%/33%/18%，而经济型酒店占比为 68%/67%/75%。同期日本连锁酒店客房中，中端酒店客房数达到 37 万间，占比高达 81%；经济型酒店客房数仅 1.5 万间，占比 3%。美国连锁酒店客房中，中端酒店客房数 147 万间，占比 39%，高档酒店客房数 141 万间，占比 37%，中高档联合占比 76%；经济型酒店客房数仅 76 万间，占比 20%。可以预计，未来中国连锁酒店中，中高端酒店占比将进一步提升，向美日水平靠近。

图 20：日本连锁酒店 81%为中档酒店（2018）



资料来源：浩华咨询，光大证券研究所

图 21：美国连锁酒店 77%为中高档酒店（2018）

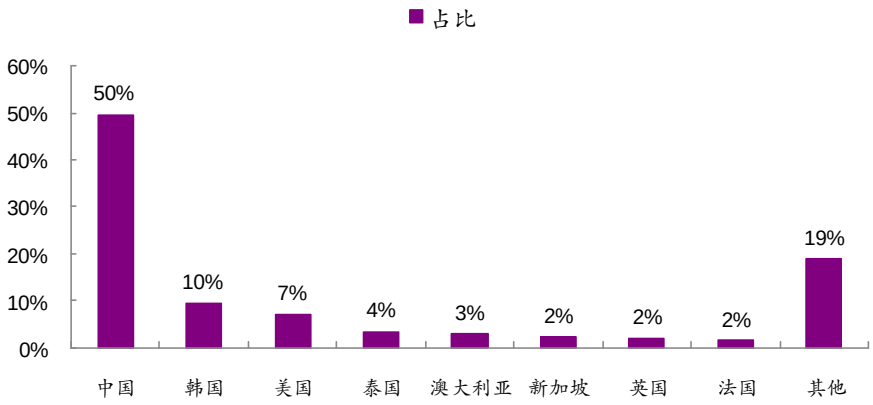


资料来源：Statista，光大证券研究所

3.4、中美酒店空间分布与地区 GDP 呈高度正相关

作为岛国日本国土面积较小，加之岛内便捷的交通条件，使得日本本土住宿市场规模较小、潜力有限。泡沫经济后，日本为走出经济低迷开始实施“观光立国”战略计划。2007-2019 年，日本入境旅游人数从 834.6 万人次增加到 3188.2 万人次，年均复合增长率 12%，日本酒店主要面向外来旅游者。根据日本观光厅的统计，2007 年接待出于旅游目的的住宿者多于 50%的酒店占日本全国酒店数的 60%，到 2019 年这一数字上升为 71%。

图 22：日本海外游客结构（2019 年）



资料来源：日本观光厅，光大证券研究所

日本住宿业大多分布在知名旅游地。从都道府县一级行政区来看，2017 年作为全国经济中心的东京都，其酒店数量仅排名全日第九。为筹办东京奥运会短短两年内东京酒店数迅速增加，但截至 2019 年其酒店数依旧排名第四，不及重点旅游地区冲绳、京都、长野。日本地方住宿业规模与 GDP 成负相关，以 TOP10 都道府县为样本，2017-2019 年期间住宿业设施数与地方 GDP 的相关系数为-0.26。2017-2019 年酒店数 TOP10 都道府县所有设施数在日占比从44.8%上升到46.7%，表明日本住宿业在空间上进一步集聚。

表 5：日本住宿设施数 TOP10 都道府县（单位：家）

	2017		2018		2019		2017 年 GDP（单位：100 万円）	2017 年 GDP 全国占比
	设施数	全国占比	设施数	全国占比	设施数	全国占比		
沖縄県	2,949	5.7%	3,840	7.1%	4,538	7.7%	4,414,093	1%
京都府	2,607	5.0%	2,893	5.3%	4,328	7.3%	10,799,617	2%
長野県	4,195	8.1%	4,151	7.6%	4,102	7.0%	8,441,677	2%
東京都	1,662	3.2%	1,841	3.4%	2,557	4.3%	106,238,222	19%
北海道	2,520	4.9%	2,580	4.8%	2,546	4.3%	19,430,141	4%
静岡県	2,398	4.6%	2,417	4.5%	2,444	4.1%	17,277,470	3%
新潟県	1,885	3.6%	1,857	3.4%	1,859	3.2%	8,994,381	2%
福島県	1,851	3.6%	1,779	3.3%	1,811	3.1%	8,063,692	1%
長崎県	1,740	3.4%	1,689	3.1%	1,688	2.9%	4,575,751	1%
鹿児島	1,427	2.8%	1,534	2.8%	1,655	2.8%	5,504,459	1%
总计	23,234	44.8%	24,581	45.3%	27,528	46.7%	554,504,722.3	1%

资料来源：日本观光厅、日本内阁府、光大证券研究所

与日本相反，2019 年，在美国酒客房数最多的十个州分别是加利福尼亚州、德克萨斯州、佛罗里达州、纽约州、内华达州、乔治亚州、伊利诺伊州、北卡罗来纳州、弗吉尼亚州和宾夕法尼亚州，其拥有的客房数占美国酒店业总客房数的 51.1%，GDP 占美国总 GDP 的 56.91%。酒店空间分布与地区 GDP 呈高度正相关，相关系数可达 0.81。

表 6：美国酒店数 TOP10 州（2019）

	酒店数（家）	全国占比	客房数（间）	全国占比	GDP（单位：十亿美元）	全国占比
加利福尼亚	5596	10%	515285	10%	31374.69	15%
德克萨斯	5144	9%	457762	9%	18869.56	9%
佛罗里达	3691	7%	429416	8%	10933.51	5%
纽约	2228	4%	234034	5%	17319.1	8%
内华达	566	1%	194407	4%	1776.15	1%
乔治亚	2022	4%	181650	4%	6163.33	3%
伊利诺斯	1489	3%	165396	3%	8971.24	4%
北卡罗莱纳	1768	3%	154121	3%	5877.11	3%
弗吉尼亚	1500	3%	152929	3%	5542.11	3%
宾夕法尼亚	1509	3%	144570	3%	8135.14	4%

资料来源：美国饭店业协会，美国经济分析局，光大证券研究所

中国酒店业空间分布与美国具有相似性。以城市为单位，2018 年中国酒店客房数排名前 10 位的城市分别是北京、上海、广州、重庆、成都、西安、深圳、杭州、武汉和长沙。酒店空间分布和地区 GDP 呈高度正相关，相关系数达到 0.84。2017-2018 年，TOP10 城市拥有酒店数占全国总酒店数比重从 19.56%下降到 19.30%，客房数比重从 22.80%下降到 22.09%，表明中国酒店业布局在空间上呈现分散趋势。

其中，2018 年北京、上海、广州、深圳四大一线城市酒店数增幅为 3%/5%/-1%/4%，客房数增幅为-1%/5%/1%/5%，均小于全国平均水平 8%/9%，北京的酒店客房规模甚至出现缩小。武汉、杭州、重庆、成都等新一线城市增速较快，酒店数和客房数增速都在 10%左右，略高于全国平均水

平。可见，一线城市酒店已进入存量竞争时代，酒店和客房规模接近饱和，未来中国酒店业表扩张的机会存在二三线城市之中。

表 7：中国酒店规模 TOP10 城市（2018 年）

	房间数（间）	酒店家数（家）	客房占比	房间数同比	GDP（单位：亿元）	占比
北京	578338	8005	3.4%	-1%	33106.0	3.6%
上海	518759	7038	3.1%	5%	36011.82	3.9%
广州	454437	7682	2.7%	1%	22859.35	2.5%
重庆	408094	10139	2.4%	12%	21588.8	2.3%
成都	361316	6699	2.1%	8%	15342.77	1.7%
西安	346862	8202	2.1%	5%	8349.86	0.9%
深圳	345175	5569	2.0%	5%	24221.98	2.6%
杭州	275425	4379	1.6%	10%	13509.15	1.5%
武汉	243304	4678	1.4%	11%	14847.29	1.6%
长沙	193134	4052	1.1%		11003.41	1.2%

资料来源：盈蝶咨询，Wind，光大证券研究所

4、成长经验：美日酒店发展给我国的启示

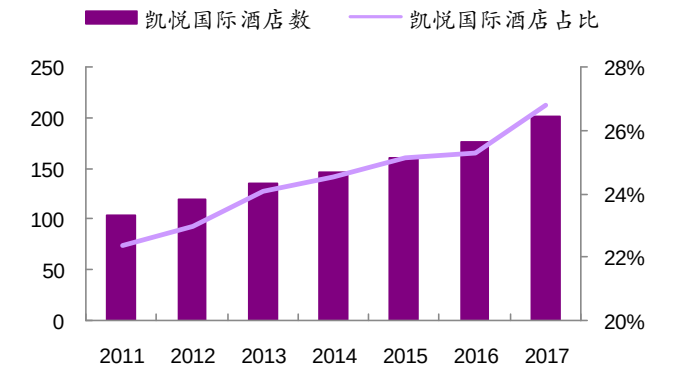
经济泡沫让日本错过了海外扩张机遇，中国酒店龙头集团已经拉开了海外并购序幕，相继登陆法国、德国等市场，并通过将高端酒店品牌反输国内，促进国内酒店结构转型升级。面对互联网时代下的 OTA 竞争者，自有渠道与会员体系是酒店集团无形护城河，可喜的是，我国酒店龙头在会员体系建设上已实现了后来居上。

4.1、经济泡沫导致日本错失海外酒店布局良机

美国酒店龙头集团如万豪、希尔顿、温德姆、凯悦目前均已实现全球化布局。2019 年按零售额口径计算，万豪、希尔顿、温德姆、凯悦在中国酒店市场中的份额分别达到 3.7%、2.1%、1.9%、1%，排名第三、六、七、十三。

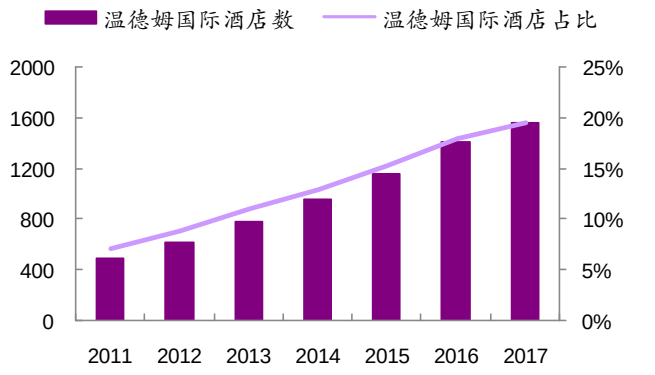
对美国酒店龙头集团而言，全球化布局仍在进行中，通过契约协议或直接投资等方式，酒店集团继续扩张。以凯悦和温德姆酒店集团为例，2011-2017 年旗下国际酒店数、客房数年均复合增速分别为 12%/21%、7%/15%，国际酒店数、客房数占比逐年上升，达到 27%/19%、31%/24%。

图 23：凯悦酒店国际化率逐年提升



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 24：温德姆酒店国际化率逐年提升



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

日本则没有诞生美国这样的全球性酒店集团。除豪华酒店集团大仓日航外，其他日本酒店集团海外布局酒店数都不超过旗下酒店数的 15%。全球化酒店集团不仅依靠优质的服务，更依赖于高效率、标准化的产品。日本住宿业市场潜力有限，较小的市场规模使得日本酒店业难以形成规模经济效应，海外扩张成本较高。当美国酒店集团于 20 世纪 80 年代开始全球化时，日本酒店正经历着泡沫经济和长达十年萧条，本身自顾不暇、举步维艰，也错过了全球布局、与美国酒店竞争的最佳时机。

表 8：日本酒店海外布局比例较低（2019 年）

	APA	东横	露樱	王子	东急	超级	大仓	Mystays	JR	星野
酒店数	457	318	352	57	52	170	24	99	77	41
海外酒店数	40	18	3	7	3	2	8	0	0	0
海外酒店占比	9%	6%	1%	12%	6%	1%	33%	0%	0%	0%

资料来源：各酒店集团官网，光大证券研究所

我国酒店龙头集团目前仍以国内业务为主。截至 2019 年，锦江、首旅、华住三大酒店集团中，仅锦江集团能在美国酒店市场中有一席之地，占据了 1.3%的市场份额，排名第十。收购是中国酒店集团“走出去”的重要手段。收购国际成熟高端酒店品牌，既有利于酒店集团打入他国市场，又可以将高端酒店品牌反输国内，促进国内酒店结构转型升级。2019 年，华住以 7 亿欧元收购德意志酒店集团 100%股权。2020 年伊始，华住又表示将与香港券商华盛证券设立“华盛华住酒店独立组合基金”，专门用来收购日本酒店业务。面对美国酒店市场太过成熟的挑战，通过收购进军欧洲和日本市场是中国酒店集团全球化战略实施的方向。

4.2、自有渠道、会员体系可以有效对冲 OTA 分流

酒店的销售渠道可分为直销渠道和分销渠道。直销渠道指通过酒店自有的预订管理系统进行销售，包括酒店预订部、CRO 中央预定办公室和酒店官网；分销渠道指通过在线旅行社（OTA）、旅游批发商、传统旅行社等分销商代为销售。近年来 OTA 势力迅速崛起，2005 年中/美/日酒店业线上中介零售额占总零售额比重分别为 1.3%/12.7%/4.8%，到 2019 年这个数字增

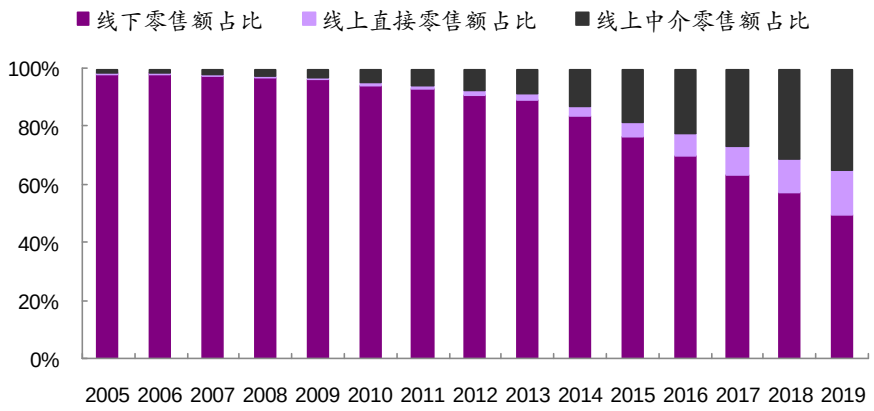
加为 34.7%/27.9%/32.6%。中国 OTA 发展最晚，但成长迅速，对酒店业销售渠道产生重大影响。

以 OTA 为主的分销渠道覆盖群体广、客源广泛，能帮助酒店消化剩余客房，提高出租率，但大型 OTA 平台佣金率高，达到 10-20%/间夜，直接提高了酒店的渠道成本。部分旅游批发商、旅行社也会将酒店客房以稍高于成本价的价格通过 OTA 销售给顾客，使得 OTA 平台上酒店客房价格出现混乱。此外，OTA 对酒店营销宣传时弱化了酒店的品牌属性，不利于酒店品牌的长期发展。

在 OTA 的冲击之下，酒店直销渠道的建立日益重要。直销的主要途径包括：1）企业协议客户。商务型酒店通过和企业签订协议获得稳定差旅客户，保证酒店出租率。2）建设自有渠道，打造会员体系。为提升对渠道的把控度，酒店集团倾向于把平台佣金转而用于自有渠道建设，打造会员体系，从而提升用户忠诚度、获得更大的市场话语权、实现酒店集团的可持续发展。

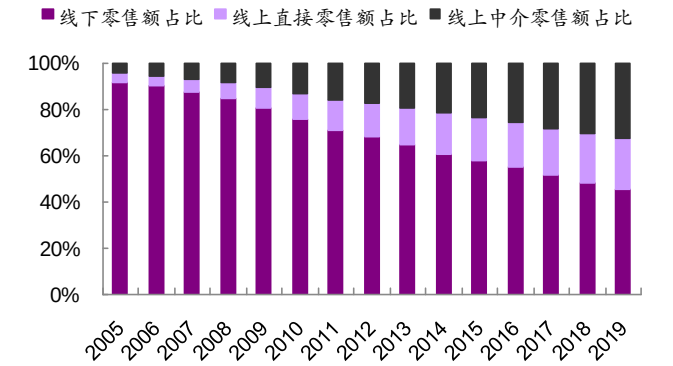
截至 2019 年末，中/美/日酒店业线上零售额占比分别为 50.4%/49.2%/54.7%。扣除企业协议商旅客户和旅行社客户，酒店线上直接销售规模有限，OTA 分销渠道与会员直销渠道之间形成零和博弈。美国 OTA 发展较早，然而到 2019 年其酒店业线上中介零售额占比仅 27.9%，小于中国的 34.7%，其原因在于美国酒店会员体系更完善，线上直接零售额占比更高。日本酒店业商旅客源较少、散客较多，所以线上零售额占比更大，比中国高 4 个百分点左右，而其线上直接零售额占比 22%，比中国高 6 个百分点左右，可见日本酒店会员渠道也更加完善。

图 25：2019 年中国酒店 OTA 渠道销售额占比 35%



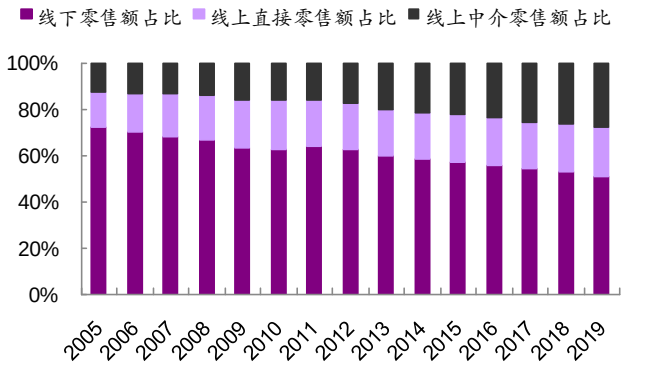
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 26：2019 年日本酒店 OTA 渠道销售额占比 33%



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 27：2019 年美国酒店 OTA 渠道销售额占比 28%



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

酒店会员体系建设面临较高的投资成本、时间成本和推广成本。只有大型连锁酒店集团才有能力进行前期的高固定成本投入，并通过扩大会员数量降低平均成本，实现规模经济。目前，锦江、华住、首旅都在积极建设酒店会员体系。根据各集团财报显示，截至 2019 年末，锦江、华住、首旅会员数分别为 1.9/1.5/1.2 亿人。华住、首旅自有渠道入住间夜数占比分别达到 76%/85%。相较之下，美国最大酒店集团万豪会员数 1.2 亿，贡献超过 50%的间夜数。可见目前中国酒店巨头在会员体系建设上弯道超车，走在世界前列，但由于酒店业市场集中度较低，导致全国层面上来看，线上直接零售额占比并不高。随着连锁酒店集团的进一步扩张，中国酒店业线上直销占比将得到进一步加强。

5、成长边界：连锁化率与产品结构重于渠道下沉

中美酒店业发展轨迹具有更强相似性，但日本也为中国酒店业发展提供了有意义的分析维度。借鉴美日等成熟酒店市场数据，有助于我们量化中国酒店市场规模与驱动力。市场规模由客房数量、产品结构、市场集中度三大核心变量决定，后两个变量仍有较大提升潜力，长期来看中国酒店市场规模将超越美国。

5.1、酒店客房规模尚有 18%增长空间

1. 测算方式

中国酒店集团的海外扩张仍在初步发展阶段，国内市场才是竞争主战场，因此我们以中国大陆地区为范围、以省一级为单位，测算中国酒店业的规模上限。考虑到直辖市和其他省在面积、行政职能、经济结构上的区别，我们分别以酒店规模接近饱和、客房数开始减少的北京（2019 年拥有客房数 55 万间）作为范本测算直辖市的酒店市场规模，以酒店客房规模最大的广东省（2019 年拥有客房数 201 万间）作为范本测算其他省饱和情况下的酒店市场规模。

通过上文对于酒店空间分布的分析可知，中国各地酒店规模与 GDP 呈高度正相关，因此 GDP 是预测酒店市场规模的重要指标。在 2019 年 GDP 基础上：

测算直辖市客房数 =直辖市 GDP/北京 GDP*北京客房数

测算各省客房数 =省 GDP/广东省 GDP*广东省客房数

日本的经验则告诉我们，由于酒店也会伴随着旅游业发展而生，因此在经济较落后的主要旅游地会出现酒店客房数与当地 GDP 呈负相关的情况。中国地域广阔，部分省市虽然经济欠发达，但旅游资源丰富，旅游业是地方支柱产业，若只考虑 GDP 会低估该部分地区的酒店规模，因此对该部分地区给予折算系数。

我们采用各省第三产业增加值与第二产业增加值的比值来评估旅游业在该省的作用。中国大部分地区缺少发展第三产业的途径，且需要依靠第二产业良好的发展基础。若第三产业增加值远高于第二产业，可以认为该地主要发展的是旅游业。具体来看，第三产业增加值与第二产业增加值比值大于 2 的给予 4.0 的折算系数；比值在 1.5-2 之间的给予 2.0 的折算系数；比值在 1.4-1.5 之间的给予 1.5 的折算系数。

表 8：按照旅游业作用给予折算系数

折算系数	区域	第三产业增加值与第二产业增加值比值（2019 年）
4.0	海南	>2
2.0	云南、广西、甘肃、黑龙江、吉林	1.5~2
1.5	四川、湖南、新疆、西藏	1.4~1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

2. 测算结果

首先，以北京为范本，根据 GDP 之间的关系测算出其他三个直辖市上海、重庆、天津的客房数，结果分别为 59 /37 /22 万间。

其次，以广东省为范本，根据 GDP 之间的关系初步测算除直辖市以外的其他 26 个省的客房规模。

再次，根据旅游业发展程度，对 26 个省的客房规模进行系数调整。

依照上述测算方法，我们对 4 个直辖市、27 个省进行测算，饱和市场假设下合计得到 2073 万间酒店客房。2019 年实际酒店客房数为 1762 万间，我们的测算值与现有酒店客房数相比增幅 18%，酒店客房规模扩张空间有限。

表 9：国内酒店客房规模数量测算

地区	2019 年 GDP（亿元）	初步测算（万间）	系数调整	测算结果（万间）	2019 年各省实际客房数（万间）
广东	107671	201	1.0	201	201
浙江	62352	116	1.0	116	108
四川	46616	87	1.5	130	104
江苏	99632	186	1.0	186	105
山东	71068	132	1.0	132	110
云南	23224	43	2.0	87	74

河南	54259	101	1.0	101	79
北京	35371	66	4.0	55	55
湖南	39752	74	1.5	111	67
陕西	25793	48	1.0	48	60
河北	35105	65	1.0	65	68
湖北	45828	85	1.0	85	69
上海	38155	71	4.0	59	53
广西	21237	40	2.0	79	58
安徽	37114	69	1.0	69	57
辽宁	24909	46	1.0	46	45
福建	42395	79	1.0	79	47
江西	24758	46	1.0	46	46
重庆	23606	44	1.0	37	43
贵州	16769	31	1.0	31	45
海南	5309	10	4.0	40	35
山西	17027	32	1.0	32	36
内蒙古	17213	32	1.0	32	36
甘肃	8718	16	2.0	33	33
新疆	13597	25	1.5	38	30
黑龙江	13613	25	2.0	51	28
吉林	11727	22	2.0	44	23
天津	14104	26	2.0	22	16
青海	2966	6	1.0	6	14
宁夏	3748	7	1.0	7	10
西藏	1698	3	1.5	5	9
总计		1837	1.0	2073	1762

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

5.2、国内酒店市场规模仍有 1-1.5 倍空间

对酒店行业来说，市场规模一方面看客房数量，另一方面则取决于酒店 RevPAR，而酒店 RevPAR 又与酒店档次、是否为连锁酒店高度相关。2019 年我国酒店连锁化率 26%，较上年提升 7 个百分点。虽然中国酒店客房规模增长空间有限，但对标美国酒店 70%的连锁化率以及占比 77%的中高档酒店客房数占比，中国酒店业在市场规模仍有很大提升空间。

根据锦江、华住经营数据，我们假设经济型酒店、中高端酒店平均房价分别为 160/305 元。根据五星级酒店经营数据，我们假设豪华酒店平均房价为 600 元。

在我们测算出的中国酒店客房上限规模基础上，假设中国酒店业的连锁化率达到美国水平，那么中国连锁客房数为 1451 万间，单体客房数为 622 万间。若产品结构维持现状，国内酒店市场规模 13013 亿元。若产品结构与美国相同，国内酒店市场规模 16276 亿元。

2019 年全国酒店业营业额为 6564 亿元，长期仍有 1-1.5 倍市场空间，且略高于美国酒店业目前的收入规模(2019 年美国酒店业收入规模为 13818 亿元）。

表 10：连锁化率达到 70%，酒店产品结构维持现状，市场规模为 13013 亿元

	连锁酒店（70%）				单体酒店（30%）		
	经济型	中档	豪华	经济型	中档	豪华	合计
假设客房比例	66.5%	27%	6.5%	66.5%	27%	6.5%	
客房数（万间）	965	392	94	414	168	40	
出租率	80%	80%	80%	65%	65%	65%	
平均房价（元）	160	305	600	160	305	600	
Revpar	128	244	480	104	198.25	390	
客房收入（亿元）	4,509	3,490	1,653	1,570	1,215	576	13,013

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

表 11：连锁化率达到 70%，酒店产品结构与美国相同时，市场规模为 16276 亿元

	连锁酒店（70%）				单体酒店（30%）		
	经济型	中档	豪华	经济型	中档	豪华	合计
假设客房比例	20%	77%	3%	20%	77%	3%	
客房数（万间）	290	1,118	44	124	479	19	
出租率	80%	80%	80%	65%	65%	65%	
平均房价（元）	160	305	600	160	305	600	
Revpar	128	244	480	104	198	390	
客房收入（亿元）	1,356	9,953	763	472	3,466	266	16,276

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

根据连锁化程度的不同，我们也测算了国内酒店市场规模弹性。可以发现，酒店连锁化程度每提升 10%，酒店业市场空间提升 2%。连锁化酒店收入规模存在边际递减效应，连锁化程度从 20%提升至 70%时，每提升 10 个百分点，营收增幅分别为 50%/33%/25%/20%/17%。

表 12：酒店产品结构维持现状使，市场规模相对连锁化率的敏感性分析

连锁化程度	市场规模（亿元）	增幅	连锁酒店收入规模（亿元）	市场集中度	市场规模增幅	连锁酒店收入规模增幅
20%	11721	79%	2758	24%		
30%	11979	82%	4137	35%	2%	50%
40%	12238	86%	5516	45%	2%	33%
50%	12496	90%	6895	55%	2%	25%
60%	12755	94%	8273	65%	2%	20%
70%	13013	98%	9652	74%	2%	17%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

表 13：酒店产品结构与美国相同时，市场规模相对连锁化率的敏感性分析

连锁化程度	市场规模（亿元）	增幅	连锁酒店收入规模（亿元）	市场集中度	市场规模增幅	连锁酒店收入规模增幅
20%	14,659	123%	3,449	24%		
30%	14,983	128%	5,174	35%	2%	50%
40%	15,306	133%	6,898	45%	2%	33%
50%	15,629	138%	8,623	55%	2%	25%
60%	15,953	143%	10,348	65%	2%	20%
70%	16,276	148%	12,072	74%	2%	17%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

6、投资建议

国内酒店行业天花板远未到来，相比美日而言，进入整合优化阶段时间尚短，产品结构优化和连锁化率提升将成为下一阶段增长的核心动力，经我们测算，市场规模长期仍有 1-1.5 倍空间。维持行业“买入”评级，推荐锦江酒店、首旅酒店，建议关注华住酒店。

表 14：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	股价（元）	EPS（元）			PE（X）			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
600754	锦江酒店	43.61	1.14	0.50	1.23	38	87	35	增持
600258	首旅酒店	18.43	0.90	0.04	1.00	20	460	18	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020-08-07

6.1、三足鼎立，全品牌矩阵

经过 2011-2017 年并购高峰期，锦江酒店、首旅酒店、华住酒店三大酒店集团已确立了酒店行业龙头地位，截至 2019 年末酒店数量分别为 8514/4450/5681 家，远超其他酒店集团。

产品结构方面，三大酒店集团构建了齐全品牌矩阵，已形成从经济型到中高端布局：锦江旗下有以七天系列为代表的经济型品牌，以及以维也纳、丽枫为代表的中高端品牌；首旅则有如家、莫泰等经济型品牌，和颐、如家精选等中端品牌及首旅建国等高端产品；华住的汉庭和全季酒店分别在经济型和中端市场上占据着稳固的份额。

表 15：2011-2017 三大酒店集团通过并购奠定行业龙头地位

集团	时间	收购标的	股权比例	交易金额
锦江酒店	2010	金广快捷	70%	0.77 亿元
	2011	金广快捷	30%	0.65 亿元
	2015	法国卢浮酒店	100%	100 亿元
	2015	铂涛酒店集团	81%	82.7 亿元
	2016	维也纳酒店	80%	17.5 亿元
首旅酒店	2011	莫泰酒店	100%	4.7 亿美元
	2014	欣燕都	100%	0.28 亿元
	2014	雅克怡家	100%	0.25 亿元
	2016	如家集团	100%	150 亿元
华住酒店	2012	星程酒店	100%	-
	2013	怡莱酒店	100%	1 亿元
	2015	中洲快捷	85%	-
	2017	桔子酒店	100%	36.5 亿元
	2018	花间堂	71%	4.36 亿元

资料来源：各上市公司公告，光大证券研究所

表 16：三大酒店集团品牌矩阵

酒店集团		经济型连锁	中端连锁	中高端连锁	高端连锁
锦江系	锦江国际	锦江之星	锦江都城		
	铂涛	七天、IU、派	希岸、喆啡、麓枫		
	维也纳		维也纳智好、维也纳国际、维也纳酒店、维也纳 3 好		
	卢浮	Campanile、Première、Classe、Kyriad 系列、Sarovar 管理	Golden Tulip 系列		
首旅系		如家、莫泰、蓝牌驿居、雅客怡家、云上四季、欣燕都		如家商旅、如家精选、和颐、金牌驿居、璞隐、柏丽艾尚、扉缦、Yunik、嘉虹	首旅建国、建国铂萃、首旅南苑、首旅京伦
华住酒店集团		汉庭、海友、怡莱、Zleep、宜必思	全季、星程、桔子、宜必思尚品、美居	漫心、桔子水晶、施泰根博阁城际、诺富特	花间堂、施柏阁、美爵、美仑、禧玥、Jaz in theCity

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

6.2、透过数据看酒店集团竞争优势与潜能

通过三大酒店龙头财务、经营数据比较，我们可以发现不同企业的竞争优势及增长潜能：

表 17：三大龙头财务、经营数据比较

指标	锦江酒店		首旅酒店		华住酒店	
	2019	2018	2019	2018	2019	2018
营业收入（亿元）	151.0	147.0	83.1	85.4	112.1	100.6
酒店收入占比	98.3%	98.5%	94.6%	94.7%	98.7%	99.3%
其中：直营收入占比	60.3%	64.0%	79.9%	82.3%	68.9%	74.3%
加盟收入占比	38.5%	35.0%	20.1%	17.7%	29.8%	25.1%
营运成本结构						
其中：租金	12.8%	13.1%	22.4%	21.7%	23.4%	23.9%
能源	4.6%	4.6%	5.2%	5.6%	3.6%	4.0%
人工	23.6%	21.7%	16.4%	17.4%	16.5%	16.5%
折旧摊销	8.1%	8.0%	9.3%	9.5%	8.6%	8.6%
物耗	6.4%	6.5%	5.8%	5.7%	7.1%	6.7%
市场营销费用收入占比	6.5%	5.8%	5.4%	5.5%	3.8%	3.5%
行政费用收入占比	13.6%	16.2%	12.3%	12.2%	9.5%	8.4%
营业利润率	11.3%	9.3%	15.2%	14.6%	22.9%	13.8%
酒店规模（家）	8514	7443	4450	4049	5618	4230
年净增门店（家）	1071	749	401	337	1388	484
加盟店占比	88.4%	86.4%	80.9%	77.2%	87.8%	83.5%
中高端占比	41.8%	33.1%	21.2%	17.8%	38.0%	31.6%
整体 PevPAR（元/间）	157	158	158	162	198	197
整体平均房价（元/间）	211	202	200	198	234	226
整体出租率	74.7%	78.5%	79.1%	76.5%	84.4%	87.2%

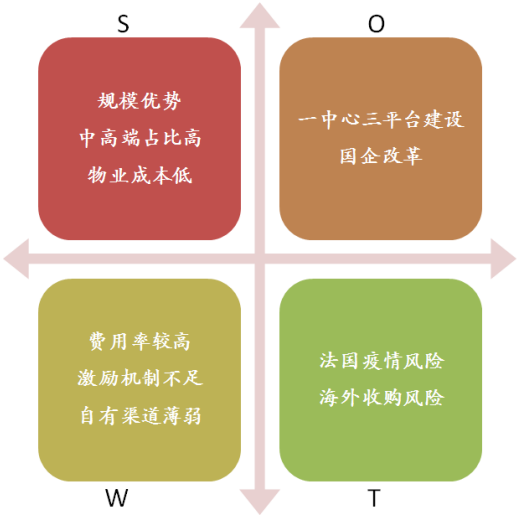
资料来源：各上市公司年报，光大证券研究所测算

（1）锦江酒店：

不论是营收规模还是酒店数量，锦江牢牢占据国内酒店第一的位置，规模效应、先发优势显著。2018 年以来，集团加速中高端产品布局，2019 年 42%中高端占比位居三大龙头首位。物业成本优势下租金占比大幅低于竞争对手。

锦江市场营销费用、行政费用占比较高，反映了运营效率、自有渠道建设方面的提升潜力。公司提出“一中心三平台”战略，积极推进打造全球酒店管理公司，加速进行全球架构整合、业务整合、管理整合，加快资源共享建设，成本费用改善将释放盈利空间。

图 28：锦江酒店 SWOT 分析



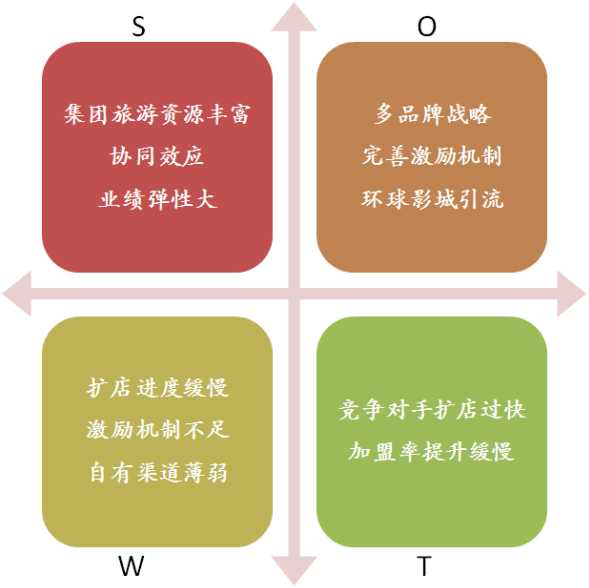
资料来源：光大证券研究所绘制

（2）首旅酒店

公司第一大股东首旅集团是国内旅游资产规模最大企业集团之一，经营业务涵盖旅游酒店、旅行社、商业、餐饮、交通服务、景区及其他六大板块，为公司酒店业务提供协同效应。2019 年首旅酒店加盟店占比 81%、中高端占比 21%，在行业景气周期具有较强的业绩弹性。

从规模增速来看，2018/19 年首旅落后于其他两位竞争对手。公司提出“价值链一体化，全系列多品牌”投资加盟新战略，2020 年公司计划新开酒店 800-1000 家，并且将继续对开发团队大力投入并进行相关奖励机制的改革，以帮助推进全年新店开拓的发展速度。若门店扩展顺利，将极大地增强公司成长属性，淡化周期的业绩扰动。

图 29：首旅酒店 SWOT 分析



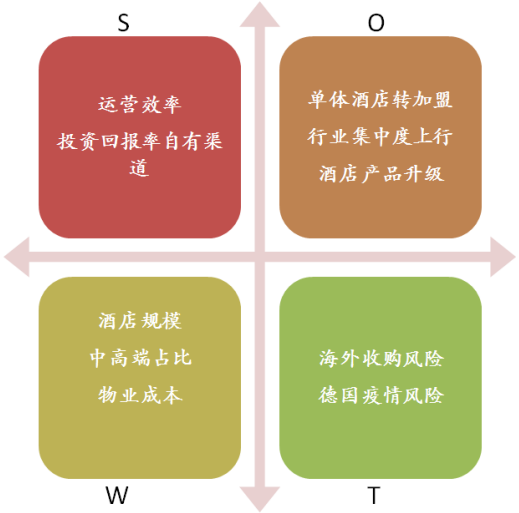
资料来源：光大证券研究所绘制

（3）华住酒店

作为三巨头中唯一的民营酒店集团，华住管理能效、市场渠道优势显著。公司 OCC 高出其他竞争对手 5 个百分点以上，较高的投资回报率水平吸引大量加盟者参与，2019 年净增门店高达 1388 家，成长性显著。

在行业下行周期中，公司通过新店加盟激活成长属性，2019 年营收同比增长 12%，远超行业平均水平。尽管如此，公司与锦江酒店相比规模差距依然显著。疫情后酒店市场正在加速洗牌重组，未来公司将业务下沉到中国三四线城市。同时也将继续通过禧玥、花间堂、Steigenberger（施泰根博阁）和 Intercity（城际）等酒店品牌，进一步巩固华住在中高端酒店市场的领导地位。

图 30：华住酒店 SWOT 分析



资料来源：光大证券研究所绘制

6.3、锦江酒店（600754.SH）

◆**“一中心三平台”科技赋能将提升管理效率。**面对行业发展的转型升级期，公司提出“深耕国内、全球布局、跨国经营”发展战略。依托“一中心三平台”，把握新一轮科技革命和产业变革趋势，积极推进打造全球酒店管理公司，加速进行全球架构整合、业务整合、管理整合，加快资源共享建设。

◆**前端品牌赛马，后台职能整合。**2020 年 5 月锦江国际集团宣布锦江酒店中国区公司正式成立，前端运营将设立上海、深圳“双总部”，下设品牌团队、区域分公司，并将对旗下锦江都城、铂涛酒店和维也纳酒店进行整合。按照“基因不变、后台整合、优势互补、共同发展”的方针，公司治理有望步入新阶段。

◆**疫情加加速行业洗牌，集团支持下连锁酒店抗风险能力显著。**面对年初突然袭来的新冠肺炎疫情，为有效帮助加盟商业主把疫情带来的不利影响降至最低，公司推出了减免加盟商持续加盟费、新加盟酒店“双重低成本资金”支持等措施。通过加强管理、控制成本、降低费用等举措，公司有望抓住疫情企稳、行业复苏增长机遇。

◆ **盈利预测与投资评级：**二季度以来酒店经营数据已显著回升，看好复苏期龙头市占率提升，维持 20-22 年 EPS 为 0.50/1.23/1.28 元，对应 PE 为 87/35/34 倍，维持“增持”评级。

◆ **风险提示：**经营成本上升；加盟店管理风险；疫情减缓不及预期。

表 18：锦江酒店业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,697	15,099	12,949	14,728	15,138
营业收入增长率	8.2%	2.7%	-14.2%	13.7%	2.8%
净利润（百万元）	1,082	1,092	475	1,178	1,229
净利润增长率	22.8%	0.9%	-56.5%	148.0%	4.3%
EPS（元）	1.13	1.14	0.50	1.23	1.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.6%	8.2%	3.6%	8.4%	8.3%
P/E	39	38	87	35	34
P/B	3.1	2.9	3.0	2.8	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价选自 2020-8-7 收盘价）

6.4、首旅酒店（600258.SH）

◆**2019 年加盟占比 81%，具有较大提升空间。**公司以“价值链一体化，全系列多品牌”为路径，深度聚焦酒店的加盟模式、金融支持、筹建开业、集团采购、运营管理等多个重要环节。

◆**完善会员体系，加强自有渠道建设。**2020 年公司将会员体系建设放在重要位置，发力提升会员活跃度、复购率及会员权益体验。围绕“会员权益升级”，包括现有权益体系升级、如家生活卡周边服务权益体系打造、以及高端会员权益设计等部分，通过自有渠道 APP 及微信小程序的会员互动模块设计及应用，增加会员互动，提升会员对中央渠道的粘性和订单转化。

◆**打造旅游生态平台，环球影城促进周边酒店需求。**公司坚定“以住宿为核心，融合吃住行游购娱资源，构建全价值链旅行聚合平台”发展战略，利用自身优势，继续加大资源整合，全力打造 “如旅随行”的产业链和顾客价

值生态圈。北京环球影城项目由美国环球影业电影公司和首旅集团共同投资，有望于 2021 年开业运营，届时有望为周边酒店带来客流需求。

◆ **盈利预测与投资评级：**二季度以来酒店经营数据已显著回升，看好复苏期龙头市占率提升，维持 20-22 年 EPS 为 0.04/1.00/1.10 元，对应 PE 为 460/18/16 倍，维持“增持”评级。

◆ **风险提示：**自有渠道建设缓慢；加盟扩张低于预期；疫情减缓不及预期。

表 19：首旅酒店业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,539	8,311	6,445	8,579	9,129
营业收入增长率	1.5%	-2.7%	-22.4%	33.1%	6.4%
净利润（百万元）	857	885	43	990	1,087
净利润增长率	35.8%	3.3%	-95.2%	2210.3%	9.8%
EPS（元）	0.88	0.90	0.04	1.00	1.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.5%	9.9%	0.5%	10.0%	10.0%
P/E	21	20	460	18	16
P/B	2.2	2.0	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价选自 2020-8-7 收盘价）

7、风险分析

- **宏观经济恢复不及预期：**酒店行业自身具有较强周期性，景气度与国家宏观经济的周期波动呈正相关的关系。经济下行期中小企业雇员商务出行及其消费也会相应缩减，从而挤压酒店业绩。
- **连锁品牌扩张进度低于预期：**有限服务酒店行业正处于快速发展阶段，市场需求和行业增长空间很大，在未来几年内各主要企业仍将进一步扩张门店数量，特别是在中端酒店数量相对较少的二、三线城市，以扩大市场覆盖，保持和提高市场份额和领先地位。若竞争加剧，可能导致部分酒店集团拓店速度低于市场预期。
- **疫情反复风险：**若新冠疫情持续反复将阻碍下半年酒店行业的复苏进度。
- **商誉减值风险：**三大酒店龙头在并购增长期，形成了大量商誉。若收购标的未来经营状况持续恶化，则存在商誉减值的风险。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。